



TITLE:

1920年代におけるイギリス対外投資規制 - 再建金本位制との関連で -

AUTHOR(S):

奥田, 宏司

CITATION:

奥田, 宏司. 1920年代におけるイギリス対外投資規制 - 再建金本位制との関連で -. 経済論叢 1977, 119(3): 153-178

ISSUE DATE:

1977-03

URL:

<https://doi.org/10.14989/133688>

RIGHT:

經濟論叢

第 119 卷 第 3 号

羊毛から綿へ……………	渡 辺 尚	1
1920年代におけるイギリス對外投資規制……………	奥 田 宏 司	27
戦時下の鉱山公害問題……………	吉 田 文 和	53

調 査

大上末廣の略歴と著作目録について……………	小 野 一 一 郎	77
	松 野 周 治	

昭和52年 3 月

京 都 大 学 經 濟 學 會

1920年代における イギリス対外投資規制

——再建金本位制との関連で——

奥 田 宏 司

I は じ め に

1925年、イギリス金本位復帰の際におけるニューヨーク連邦準備銀行のイングランド銀行に対する「国際金融協力」の一内容は、両国間の価格調整と短期資金をロンドンに集め、長期借り入れをニューヨークに向わしめるために、ロンドンとニューヨークの間に利子率格差を設定することであった。この利子率格差の価格調整に対する効果は様々の他の要因によっていちじるしく減じられたが、後者についてのその影響は重要な問題をはらんでいた。ニューヨークの低利子率、イギリスの高利子率は、アメリカにおける資金調達を容易にし、ニューヨーク金融市場の一層の発展を保障するものであった反面、ロンドンに対しては対外投資の抑制を含蓄するものであった。したがって、この「国際金融協力」は、両金融市場の発展と対外投資領域をめぐるイギリスとアメリカの角逐を規定する要因になるものであった¹⁾。

小論においては、この角逐を規定したもう一つの大きな要因をさらにくわしく分析すること、すなわち上に述べた利子率格差と合わせて20年代のイギリス対外投資を規定した、24年以降の金本位復帰の準備と復帰後はその維持のためにとられたイギリス対外投資規制の実態を分析することを課題とする。しかし、

1) 拙稿、1925年イギリス金本位制復帰とアメリカ連邦準備政策、「経済論叢」第115巻第4・5号、昭和50年4・5月参照。

対外投資規制という点からすれば、第一次大戦中にまでさかのぼって分析をはじめなければならない。そうすることによって、大戦の結果生じた国際貸付力の国際的再配分の変化過程において生じた諸問題の一側面——戦費調達のための対外資産の動員、連合諸国間の債権・債務の連鎖および国内における公債残高によって規定されたイギリスの公債管理政策と対外投資規制の関連の一側面——を明らかにすることも出来、24年以降の金本位制との関連で行なわれた対外投資規則も連続的に理解できるはずである。

以上の分析をつうじて、私は大戦によって生じたイギリスの金融上の弱点と、当時のイギリスの当局者や金融業者たちによって意外に楽天的に、イギリスのために果すべく期待されていた金本位復帰の「任務課題」——イギリスが金本位制に復帰することにより、世界の通貨制度の安定と貿易の拡大がもたらされ、その中でイギリスはこれまでと同じように重要な地位を占めるもの、あるいは確保しなければならないものと考えられていた——の実際における限界性的一面、とくに金本位復帰政策（対外投資規制）が、イギリス帝国内諸地域の開発政策にとって一つの障害になったことを明らかにし、金本位復帰・維持政策に対する植民省からの強力な批判的見解が存在していたこと、そのために帝国投資が対外投資規制からはずされ、「妥協」がはかれることによってかえって再建金本位制の崩壊を早めることになったことをみていきたい。また、そこから30年代のイギリス帝国を含んだ「管理通貨制度」の形成を展望したい²⁾。

2) 20年代のイギリス対外投資規制については、長守善氏がすでに戦前において当時としては最新の資料を利用しながら分析している（『英国経済の衰頹過程』昭和15年）。そこでは対外投資に対する代表的三つの見解——第一は、正統派の自由主義見解、第二は、帝国主義的保護主義の見解、第三は、経済国家主義の見解であり、その代表者はケインズである——を指摘する等優れた分析がみられる（243-248ページ）が、現在からみれば資料的制約もあって誤りがみられる。例えば、「今や現実の進行は、寧ろ第三の見解に沿うものの如くである」（248ページ）と言われるのは、これから本文でみる如く誤りである。次に戦後になってイギリス対外投資規制についてふれられたのは、原田三郎氏である（『イギリス資本主義の研究』昭和24年）。氏は長氏の利用した同じ資料によりながらも「戦後の国有化を中核とするそれ（イギリス資本主義）の急展開の歴史的性格如何」を「第一次大戦後の特に30年代のイギリス資本主義の諸動向」（6ページ）にまでさかのぼって分析するという氏の著書全体を貫くより遡大な視角から対外投資規制の分析がなされている。しかし、その詳細な分析はなされていない。特に20年代の対外投資規制が「偶然的事件」

以上のことを明らかにすることは、60年代にアメリカが、「ドル防衛」政策の一環として対外証券投資に対し、利子平衡税をかけたが、その内実がユーロ・ドル市場、ユーロ・ボンド市場を発展させて、アメリカ多国籍企業のヨーロッパ進出の飛躍をもたらすものであったことと対比して興味深いものである。

それでは、第一次大戦中の対外投資規制からみていこう。

II 公債政策と対外投資規制

① 戦費金融と対外投資規制

第一次大戦前においてイギリス政府は、対外投資について何んらの規制も加えなかった。この唯一の小さな例外は、植民地公債法(1877—1900)によって植民地諸政府に与えられた優遇である³⁾。しかし、大戦前にはそれとてもたいしたものではなかった。大戦前のシティーにおける活動原則は、いわゆる自由放任主義のそれであった。対外投資は輸出を伸ばし、食糧・原料輸入を容易にし、貿易外収支を増大させるものとして評価されていた⁴⁾。

＼に基く非常措置であった(124ページ)と位置づけられている点などは当時の資料的制約もあって弱点を表わしている。また氏の著書全体を貫く視角にも曇翳がないわけではない。それは、氏が「自由な19世紀の世界支配から政策的・計画的な過渡的英帝国支配へのイギリス資本主義の転換(=イギリス資本主義の経済国家主義への転換の帝国主義的妥協形態)」(150ページ)言われる点である。「政策的・計画的な英帝国支配」を「経済国家主義への転換の帝国主義的妥協形態」と換言して果して正確であろうか。実際は、国内での金融寡頭制の強化と英帝国支配の再編との結合・緊密化ではないのだろうか。少なくともこの方がより正確であろう。イギリスが第2次大戦終戦直前・直後にかけて追求したのは、IMF「過渡期」条項を利用しながら国内で国独資体制を構築し、他方でスターリングブロックに対する継続的な支配であったことは氏も認められている(同書第Ⅲ編)。第1次大戦後の帝国支配を検討する課題がここにあるゆえんである。ここでは以上の疑点を提示するだけにとどませざるをえないが、小論においては第1次大戦後の英帝国支配と再建金本位制との関連で対外投資規制をみていきたい。ちなみに J. アトキン は、これまでイギリスにおいて31年以降の対外投資規制はそれ相当に言及されてきたが、(例えば、J. H. Richardson, *British Economic Foreign Policy*, 1936, Chap. III, Royal Institute of International Affairs, *The Problem of International Investment*, 1937, Chap. VII), それ以前の規制についてはそれ程ふれられてこなかったと述べている(J. Atkin, "Official Regulation of British Overseas Investment, 1914-1931," *Economic History Review*, 2nd. Ser., XXIII, No. 2, August 1970, p. 324)。そうした制約もあって原田氏の分析も30年代が中心となっている。

3) J. Atkin, *op. cit.*, p. 324.

4) *Ibid.*, p. 324.

ところが、大戦の勃発によってイギリス政府の対外投資についての姿勢は大きく変わった。イギリスは軍需品、原料、食糧をアメリカに求めざるをえなくなり、外貨とくにドルの必要は緊急を要した。また、政府は巨額の戦費をロンドン市場で公債発行することで賄わなければならなかったが、政府はロンドン市場の資金をめぐって外国からの借り入れ者と競合することを回避しようとした。このために、大戦勃発と同時に投資規制が行なわれた。1914年9月に外国市場での証券類の購入に規制が課せられ、同年12月にはイギリスでの外国証券の売買を禁止する規制が一時的に導入された⁵⁾。本格的な規制は証券取引所の再開後二週間たった1915年1月19日に発表され、大蔵省は当局の認可なしに新規発行を行うことを禁止した⁶⁾。そして資本発行委員会 (A Capital Issues Committee) が、国内と国外の借り入れ請願を受けるために設立された。当初、国内発行はかなり容易に認可され、植民地・外国発行についても大目にみられるものがあったが、戦争の進展と二回目の戦時公債が発行されるに及んで、以後統制がきびしくなった。委員会は、とくに外国発行に対してはきびしい態度をとった。しかし帝国投資については、緊急の場合あるいは特殊な状況の場合に配慮が加えられた⁷⁾。さらに、17年11月には「国土防衛規定」(Defence of Realm Regulation) 41Dによって、正式に外国で発行された証券の購入を禁止した⁸⁾。また12月には最後の規定が出され、イギリスからの送金とイギリス以外の国の証券発行に応募したり、証券類・財の購入を目的として非居住者がイギリス国内で資金を保持することを不法とした⁹⁾。

以上のような法的手段によって、大戦中イギリス政府は対外投資規制を行ってきたが、それは先にふれたようにアメリカからの軍需品等の購入のためにド

5) *Ibid.*, p. 325. 12月の規制のくわしい条項については、E. V. Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-25*, 1952, p. 262 参照。この規制は敵国がイギリスの便宜を得て戦費を調達できないようにすることと戦争勃発による証券の暴落から混乱を防ぐためのものであった。

6) E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 263.

7) *Ibid.*, p. 263.

8) J. Atkin, *op. cit.*, p. 325.

9) E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 265.

ル資金が必要とされ、そのために政府はアメリカ証券委員会 (American Dollar Securities Committee) を設置してドル証券を集中する程であり¹⁰⁾、対外投資規制は外国為替への圧迫をやわらげるために必要であったばかりでなく、国内資本市場への圧迫を除去するためにも要請されたものであった。その結果、政府は外国借入れ者との競合を最低限に押えつつ、ロンドン市場で巨額の戦費を調達でき、ともかくも外国為替の大きな下落をきたすことなく、アメリカから膨大な戦争資材を購入することができたのである。

② 戦後の公債政策と対外投資規制

大戦後の投資規制も公債政策によって大きく規定されていた。金本位復帰のために対外投資規制が行なわれるのはやっと24年になってからのことであり、24年までは主に公債管理政策との関連で規制が問題にならざるをえない状況であった。まず戦時規制の解除からみていこう。

他の戦時規制と同様に、戦争の終結とともに法的投資規制も解除されていった。19年4月に規定41Dが撤廃され、以後11月までは規定30Fによって規制されることになった。4月1日以来、国内投資向けの発行は規制からはずされ、大蔵省は資本発行委員会が自治領・植民地からの借り入れ要請に対して、これまでより寛大な態度をとることを許した。3月に大蔵省は委員会に、海外からの借り入れ申請について検討する場合、その発行の手取金がどれくらいイギリスで使用されるか、イギリスの貿易にどれくらい貢献できるものなのかを考慮し、その手取金がイギリス自治領で使用されるものであれば、他の事情が等しければ、帝国投資に優遇がとられるべきである、と訓令を発している¹¹⁾。

このように大蔵省は、国内投資を優先し、帝国内投資に一定の優遇を与えながら、規制の継続の目的を同じ訓令の中で次のように述べている。「現在、主に必要なことは、外国為替を守ることであり、イギリス国内での開発に必要

10) A. W. Kirkaldy, (ed), *British Finance during and after the War, 1914-21*, 1921, p. 196.

11) J. Atkin, *op. cit.*, p. 325, and E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 265.

な資金を保持しておくことである」¹²⁾と。外国為替についての考慮は重要であったが、規定30Fによる規制の継続についての最も重要なものは国内的なものであった。すなわち、規制の主な目的は、イギリス政府が6月に計画していた借り入れを完遂し終わるまでロンドン市場から海外の借り入れ者を除外することであった。6月に4%の勝利公債が2億8千7百万ポンドと4%の整理公債が2億8千8百万ポンド発行され、その後の8月にイギリス人の外債への応募と外国証券ならびに外国資産の購入禁止が解除された。そして政府の大規模な借り入れがほぼ完了した11月に規定30Fが撤回された¹³⁾。これで投資についての法的規制は全部撤回されたが、これによってロンドン市場が戦前のような自由市場になったわけではない。

法的規制の解除によって大蔵省が後景に退くとともに、以後イングランド銀行がロンドンでの海外発行を規制することになった。イングランド銀行は法的権限をもっていなかったが、シティにおけるその権威によって統制を行ったのである。第一次大戦前から発行業者は、新規海外発行についてイングランド銀行に意見を求めにくるのが慣習となっており、それは戦争中も戦後も続いた。とくに百万ポンドを越える発行については、イングランド銀行総裁に意見が求められ、総裁であるノーマンはこれによって統制を加えたのである¹⁴⁾。海外発行の制限の実施はもっぱらイングランド銀行によってなされたが、制限を行う

12) *Ibid.*, p. 325.

13) *Ibid.*, pp. 325-326, and A. T. K. Grant, *A Study of the Capital Market in Post-War Britain*, 1937, p. 137.

14) D. E. Moggridge, "British controls on long term capital movements, 1924-1931," D. N. McCloskey, (ed.), *Essays on a Mature Economy: Britain after 1840*, 1971, pp. 117-118 (この論文は後の著書 *British Monetary Policy, 1924-31*, 1972 に加筆された上で入れられているので以後の引用は著書によることにする)。ノーマンはこの統制についてメモを残している。二・三の例を示そう。「ドイツの賠償支払いを容易にさせるためのドイツ産業へのローン：現在、それは不可能だ。一般的に賠償支払いは政治的なもので金融的なものではない。コーヒ価格安定のための短期貸付、これについては否。」(1921年10月28日)(H. Clay, *Lord Norman*, 1957, p. 144)「Mはフランスが5月にわれわれに返済することを容易にするために、フランスへ25億ポンドを貸付けるように要請した。私は長い間反対した。彼は熟慮するであろうが、私は彼が貸付けに同意することを恐れている。」(1924年3月13日)(*Ibid.*, p. 144. その他の実例については pp. 144-145, および pp. 239-240 をみよ)。

か否かの決定権は依然大蔵省がにぎっていた¹⁵⁾。かくして、19年末以降、大蔵省はイングランド銀行と連携しながら非公式に対外投資規制を行ったのである。

表I 公債残高の構成

£ million

	1920年 4月1日 %		1926年 3月31日 %	
流動債				
一時借り入れ金	204.9		139.4	
大蔵省証券	1,058.7		564.9	
短期債	1,263.6	19%	704.3	11%
国庫債券	318.6		15.6	
5%国民軍事債券	1,294.6		562.9	
4%戦時債券(非課税)	181.2		142.8	
大蔵省債券	—		481.4	
貯蓄証書	273.5		375.6	
その他	21.6		14.4	
長期債	2,089.5	32%	1,592.7	25%
3½%戦時公債, 1925—28	62.7		62.7	
4½%戦時公債, 1925—45	12.8		12.8	
5%戦時公債, 1929—47	1,976.8		2,044.1	
4%戦時公債, 1929—42 (非課税)	64.1		64.9	
4%整理公債, 1960—90	408.9		391.9	
4%勝利公債	359.5		347.6	
4½%転換債, 1940—44	—		210.6	
無期公債	2,884.4	44%	3,134.6	48%
戦前無期公債	315.0		313.5	
3½%転換債	—		760.0	
	315.0	5%	1,073.5	16%
総計	6,553.0	100%	6,505.1	100%

出所 A. T. K. Grant, *A Study of the Capital Market in Post-War Britain*, 1937, p. 87.

15) J. Atkin, *op. cit.*, p. 326.

そのために20年代の対外投資規制がつかみにくくなったことも事実である。

さて、20年から24年までの規制の経過を次にみていこう。20年4月1日における公債残高の構成は表Ⅰの如くである。流動債と短期債の残高は33億5千3百万ポンドにのぼり、公債残高の51%にもなっていた。政府にとって満期になった短期債の借り換えが重大事であったことはむろんであるが、さらに緊急を要したものは大蔵省証券を主とする流動債であった。これらの借り換えのために、20年から政府は大蔵省債券と転換債を売りに出した(表Ⅱ参照)。大蔵省証券

表Ⅱ イギリス政府の公債借り入れ
£ million

年	主に流動債償還を目的とした大蔵省債券その他の発行	満期になった戦時公債を借り換えるための転換債の発行
1920	88	99
1921	289	356
1922	168	434
1923	64	—
1924	—	233

出所 Pember and Boyle, *British Government Securities in the 20th Century*, 1945, pp. 36-44.

券の多くは、3ヶ月以内に借り換えられなければならないが、市場が大蔵省債券や転換債の消化をスムーズに行えなければ、大蔵省は大蔵省証券のタップレートを引き上げるか、イングランド銀行からの一時借り入れ金に頼らざるをえない。20年における市場はまさにそうした状態であり、タップレートは5½%から6½%へ引き上げられ、イングランド銀行から一時借り入れも行なわれた。しかし、そのような借り入れは危険なものであった。何故なら、一時借り入れは商業銀行のイングランド銀行における残高を増やし、商業銀行の融資を容易にするからである。しかも、イングランド銀行は商業銀行に対し統制する政策手段を欠いていた。もし、イングランド銀行が公定歩合の引き上げを行えば、それにつれて市場利子率が上昇し、それがタップレート以上に上昇でもしたら、大蔵省証券は借り換えができなくなり、ますます大蔵省は一時借り入れを行なわざるをえなくなるからである¹⁶⁾。かくして、市場での大蔵省債券と転換債の消化が大蔵省にとって最重要課題になってくる。ここからロンドンでの外債発行の規制が必然化される。大蔵省は、この公債政

16) *Ibid.*, p. 327.

策の一番重要な時期に外国借入れ者とロンドン市場で資金をめぐる競争を認めなかったのである。

20年から21年の初めにかけては、戦後ブームの時期でもあり、利子率がひじょうに高く（公定歩合は7%）、借り入れ者は近い将来においてより安く借り入れることが予期できたから、資本市場における主な需要は短期資金であった。そのため、かなりの額の大蔵省債券を発行しなければならなかった政府は、短期・中期市場における外国借り入れ者の閉め出しをはかった。大蔵省は、イングランド銀行へ20年以内に満期になる外債をロンドンで発行することを禁止するように要請している¹⁷⁾。これは20～21年における高利子水準と合わさって事実上、外国政府の借り入れを禁止することに等しかった。事実21年における外国政府発行は6百万ポンド以下にとどまった。

しかし、22年になると20年以内に満期になる外債をロンドンで発行させないという大蔵省・イングランド銀行の政策は一つの事件によって変更をせまられることになった。一つの事件とは、香港・上海銀行がイングランド銀行の反対にもかかわらず、タイ政府へオプショ付きの10年債を発行するということを決めたことである。投資規制にはなんら法的強制力がなかったから、ノーマンの要請にもかかわらず、香港・上海銀行はこのローンの条件の変更を拒否した¹⁸⁾。ノーマンは一時しのぎ的な方策によって

表Ⅲ イギリス対外・政府
債投資 £,000

年	帝 国	外 国
1918	4,750	14,970
1919	13,012	1,767
1920	11,970	—
1921	73,649	5,905
1922	58,682	14,253
1923	69,406	26,461
1924	50,080	40,619
1925	30,658	
1926	31,688	23,817
1927	55,697	11,827
1928	40,222	15,937
1929	26,366	3,650
1930	49,079	21,330
1931	30,571	1,740

出所 J. Atkin, *op. cit.*, p. 335.

17) *Ibid.*, p. 328. 1922年2月1日ノーマンは手形清算所所長へ手紙をおくって次のように述べている。「ロンドンで短期の外債を発行させないというのが、この数年の歴代大蔵大臣の意志でありました。そして定義的に言えば、20年以下の満期をもつ外債はこのカテゴリーに入るのです。私はあなたが、以上の確認が全体としてロンドン市場の利益になることに同意されることと思います。」(*Ibid.*, pp. 328-329)

18) *Ibid.*, p. 329.

困難を回避しようとしたが、結局大蔵省はオプション付10年債の発行を認可した¹⁹⁾。この際、大蔵省は三つのことを考慮していた。第一には、政策が変更されオプション付きの10年債が発行されても、それは10年確定満期の大蔵省債券と必ずしも合一のものにならない、その限りで競合関係は減じられる。第二には、21年時点でおおよそ17億ポンドの公債が32年以前に満期になるはずであったが、10年という規定は32年以前に行なわれる外国借入れ者の借り換えを閉め出すだろうということである。そしてオプション付10年債は、32年に外国人が借り換えを行う可能性をふやすが、それでもその期限は戦争中と直後に発行された国民軍事債券、国庫債券、大蔵省債券の確定満期の期限を越えるものであった。第三には、イングランド銀行が今後も資本市場に対する統制力を持つとするならば、投資規制の緩和が必須であったということである。もし、投資規制がゆるめられることなく、香港・上海銀行が計画どおりタイに借款を与えていたならば、以後の投資規制は効果のないものになっていただろうし、この借款はイングランド銀行の政策に従わない他の発行業者を元気づけることになったであろう、ということである²⁰⁾。

これまでみてきたように、21年にかなり厳格な対外投資規制がとられ、22年になって償還期限についての条件がゆるめられ、この規制が24年の1月まで継続した。流動債は21年以来、5億ポンド以上減少し、これに伴って大蔵省債券を発行する必要性も減じてきた。さらに24年には利子率が低くなり、ほとんどの外国政府は長期で外債を発行するようになって、イギリス政府の直接の借入れ計画と衝突することがなくなってきた。そこで20年以来の非公式の対外投資規制は解除されることになった。ノーマンは、手形清算所所長へ手紙をおく

19) ノーマンは20年という期限が任意的であり、償還期限の緩和によって規制の継続をはからうとした(ノーマンのニイマイヤー(大蔵省の高官)あての手紙 *Ibid.*, p. 329)。そして大蔵省が規制の緩和を認めたことを「公表」するために手形清算所への先ほどの手紙の中で次のように述べている。「状況が変化し、大蔵大臣に相談したところ、私は次のように提案された。今後もどの外債の償還の期間は現在と同様20年を下らないこととする。但し、今後は借り入れ者は10年を下らないという条件でより早い時期に償還を求めるオプションを保有することを認めることにする。」(*Ibid.*, p. 329)

20) *Ibid.*, pp. 329-330.

り(24年1月14日)、これを「公表」している。「この国での外債発行について大蔵大臣と相談し、私は次のように提案された。すなわち、外債が大蔵省証券のような発行方法をとらないかぎり、あるいは、その利率が割引という形態で表現されるその他の債券の発行方法をとらないかぎり、来月1日以降外債は満期日についてなんらの制限を受けない、と。」²¹⁾イングランド銀行による説得はひきつづき行なわれたが、これによって政府の公債政策を主な目的とした対外投資規制は解除され、金本位復帰の準備を主要目的とする規制が再開されるまでつかの間の「自由市場」がロンドンによみがえった。

以上、主に公債政策との関連で対外投資規制をみてきたが、先に少しふれたように他の諸要因によっても投資規制は規定された。それはなによりも国際収支危機、為替相場の問題である。対外投資規制の実行者としてのノーマンは、大蔵省の公債政策に従って投資規制を行ってきたが、それとともに彼は中央銀行当局者として、国際収支、為替の観点からロンドンの過剰な対外貸付を心配していた。実際、20年から25年の彼の最大関心事はロンドンの過剰貸付を統制することであった²²⁾。イギリスは20年代初頭に経常収支での黒字を回復したが、その黒字巾はヨーロッパの再建とその他の借り入れ需要に見合う程大きくはなかった。それにもかかわらず、自治領・植民地はロンドンで借り入れをつづけたし、ヨーロッパの諸国も大戦までのロンドンとの関係上、ニューヨークで借り入れる方が安くついたにもかかわらず、あるときはロンドンで借り入れようとしたから、それはロンドンに対するかなりの圧迫になった。そういう状況であったから、主に大蔵省の公債政策の観点からなされたものであれ、この期の対外投資規制は、国際収支の危機を回避し、為替相場を守るというイングランド銀行の目的にも沿うものであった。しかし、この期の対外投資規制はそれ以上のものではなかった。ロンドンの過剰貸付を抑制する有効な手段として公定歩合の引き上げがあった。しかしこの政策は政府の短期債を長期債に借り換え

21) *Ibid.*, p. 330.

22) H. Clay, *op. cit.*, p. 144.

るという政策と矛盾し、公債負担を増大させるから到底容認されるものではなかった。むしろ公定歩合の引き下げが強要されたのである。とくにノーマンをいつも心配させたのは、イギリス帝国内からの過剰な借り入れであった²³⁾。先に述べた19年における大蔵省の資本発行委員会への訓令にみられるように、自治領・植民地投資については、規制の適用はゆるやかであった。それは、イングランド銀行が投資規制の実施を引きついでからも継続した²⁴⁾。21年には外国投資に対する規制は緩和されなかったが、主に帝国についての考慮から帝国内

表IV 利子率と新規資本価格

%

借り入れに対す

年	イギリス コンソリ 公利回	イギリス 新規海外 公共借入 の加重平 均価格	イギリス 自治領・植 民地の新規 公共借入 価格	イギリス 新規外国 公共借入 の価格	アメリカ 新規外国 債券の価 格
1921	5.2	6.5	6.42 ⁽¹⁾	7.49 ⁽¹⁾	7.54
1922	4.4	6.1	5.68	7.21	6.63
1923	4.3	5.6	5.07	6.96 ⁽¹⁾	6.42
1924	4.4	6.1	5.02	7.57	6.56
1925	4.4	5.1	4.99	8.00 ⁽²⁾	6.51
1926	4.5	6.2	5.11	7.32	6.51
1927	4.6	5.5	5.09	7.07	6.14
1928	4.5	5.5	5.05	6.73	6.09
1929	4.6	5.2	4.99	7.20 ⁽¹⁾	5.81
1930	4.5	6.1	5.56	7.14	

(1) 地方団体借入を含まず

(2) 政府借入を含まず

出所 R. I. I. A., *op. cit.*, p. 135. 揚井・中西訳「国際投資論」昭和45年、147ページ。

る規制が撤廃された²⁵⁾。それにとどまらず、植民地公債法の下で、表IVにみられるように、帝国内借り手は、外国借り入れ者よりも低い利子率で借り入れることが出来たばかりか、自治領・植民地証券に

受託者証券としての地位が与えられることによっても優遇されたのである²⁶⁾。

かくして、これまで述べてきた20年から24年までの投資規制は、表IIIからもわかるように主に外国借り入れ者に対するものであった。

23) *Ibid.*, p. 144.24) *Ibid.*, p. 130.25) J. Atkin, *op. cit.*, p. 327. 表IIIも参照。26) R. I. I. A., *op. cit.*, pp. 96-97. 揚井・中西訳「国際投資論」昭和45年 107-108ページ。

24年1月までの対外投資規制は、20年代前半期のイギリス政府の最重要経済政策（それなくしては金本位帰帰をはじめあらゆる金融・財政政策が採用されないところの）たる公債管理政策によって主導されてきたが、イギリスはイギリス帝国を従えており、また世界のイギリスというこれまでの地位からして、大蔵省・イングランド銀行は、公債政策に没頭しながらも、イギリス帝国の復興と開発、ヨーロッパの再建さらに世界のあらゆる地域における自己の権益確保について関与していかざるをえなかった。ここに対外投資規制に差別的な諸契機を含まざるをえない理由があった。また同時にこの時期のイギリスの世界経済に占めるその地位の変化が反映されていたのである。

III 金本位復帰と対外投資規制

金本位復帰の準備と復帰後はその維持のためにとられた対外投資規制の経過をみる前に、われわれは25年の金本位復帰がどのようなものであったのか、そしてイギリスにどのような「超過負担」が課せられたのか、を概観し、対外投資規制が導入されねばならなかった背景をみておこう。

イギリスは旧平価で金本位に復帰したが、少数の者を除いて金融当局者をはじめ当時の多くの人々にとって、それは当然のこととして受けとられた。何よりも第一次大戦前の経験があった。金本位制が大戦前のイギリスの成功をもたらした理由としてとらえられ、金本位制を再建すべきだと議論されたのである。したがって、25年の決定は「分析よりも多く信念の結果」²⁷⁾なのであった。しかしこの「信念」は徹頭徹尾シティーのものであった。ノーマンをはじめイングランド銀行の理事たちは、チェンバレン委員会の席上で、ロンドンの国際金融の中心としての以前の地位を回復させるために支払う犠牲はそれ程高価なものではない、復帰に必要な価格調整についても、それは産業に破滅に類するほどの影響を及ぼさないし、産業人が安定のため、又将来の成功のために支払う

27) D. E. Moggridge, *The Return to Gold 1925, the Formulation of Economic Policy and its Critics*, 1969, p. 84.

べき犠牲だと述べた²⁸⁾。また同委員会において、ブラッドバリー(後にチェンバレンをひきついで委員長になる)は、平価を切り下げたの復帰はイギリスに対する信頼を損うと主張し、同じく委員であるニーマイヤーと一緒に、それは対外資産を低く評価変えし、負担を増大させるとして反対した²⁹⁾。金融業者の中では、金本位復帰と旧平価とは同義語だったのである。このように、25年金本位復帰において金融業者・銀行業者の利害が貫徹したのである。

他方、イギリス金本位復帰は他国の通貨安定によって促進された。とくに、アメリカを主導とする24年のドーズプランに伴うライヒスマルクのドルによる安定は、スターリングの世界通貨としての地位を大きくおびやかすものであった³⁰⁾。そのためにイギリスは金本位復帰を急いだのであるが、旧平価と相いま

表V イギリス国際収支 1913, 1920, 1922—1928年 100万ポンド

	1913	1920	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928
経常勘定									
商 品	-132	-380	-176	-208	-338	-392	-463	-386	-352
政 府 取 引	-12	-7	-5	-25	-25	-11	+4	+1	+15
海 運	+94	+340	+110	+133	+140	+124	+120	+140	+130
海 外 投 資 収 益	+210	+200	+175	+200	+220	+250	+250	+250	+250
短期投資利子・手数料その他	+25	+40	+30	+30	+60	+60	+60	+63	+65
その 他 サービス	+10	+15	+10	+10	+15	+15	+15	+15	+15
収 支	+195	+208	+144	+140	+72	+46	-14	+83	+123
資本勘定									
新規海外投資 (1)	-198	-60	-135	-136	-134	-88	-112	-139	-143
金 移 動	-14	+44	+10	+13	-14	+8	-12	-4	-13
	-212	-16	-125	-123	-120	-80	-124	-143	-156
誤 差 脱 漏	+17	-192	-19	-17	+48	+34	+138	+60	+33
収 支	-195	-208	-144	-140	-72	-46	+14	-83	-123

(1) 借換をのぞく、ミッドランド銀行推計。

出所 R. I. I. A., *op. cit.*, p. 139, 前掲邦訳, 151ページ。

28) D. E. Moggridge, *British Monetary Policy*, pp. 40-42. 前掲拙稿47ページ参照。

29) *Ibid.*, p. 84.

30) 拙稿, 1924年, ライヒスマルクをめぐるドルとスターリングの角逐「経済論叢」第116巻第5・6号昭和50年11・12月参照。

ってそれは様々の困難を伴い、負担の多い政策を当局は強行せねばならなかった。

貿易収支の赤字は、25年に13年と比べて3倍にもなり、投資収益その他の項目によって経常勘定の黒字がもたらされたとは言え、それは戦前よりも大巾に減少し、国際収支危機が進行していた。このような状況の中で旧平価金本位復帰が行なわれようとしていたから、ニューヨーク連銀から「援助」を受けるとともに、24年までの公債借り換えを主要目的とする投資規制とはちがった、国際収支危機の緩和を目的とする規制が復活されねばならなかった。

しかし、当初において規制は広く知られていなかったし、金本位復帰のための一つの準備策として外国投資に対する規制が必要であるかどうかについて議論があった。チェンバレン委員会の報告草案にも第一次、第二次草案には投資規制についての言及はない。第三次草案以降のことである³¹⁾。この点について当委員会の委員長になったブラッドバリーの次の言葉は注目されるべきである。「私は、われわれが進める政策（金本位復帰政策——引用者）が過剰な外国貸付によって危うくされる実質的危険性があると信じる。」³²⁾そして第三次草案においては、「スターリング為替が下落傾向にあるとき、それはロンドン市場における外国貸付を抑制するときの根拠として、又（他の方策が効力をもたないときには）全般的な信用制限のための根拠として扱われるべきである」³³⁾と記されている。さらに注目されるべきは、委員会が言及しているのは帝国内投資と外国投資の両者ではなくて、後者のみであるということである³⁴⁾。

かくして、大蔵省の政策を左右する有力メンバーは、投資規制を金本位復帰の正統な準備策として考え、しかも当時の常識ではあれ、外国投資に対して差別を設けたのである。それ故ノーマンの統制は強力となり、10月のドーズローンと12月のギリシャ政府に対する連盟公債以後、25年4月のダンチッヒに対す

31) D. E. Moggridge, *op. cit.*, p. 205.

32) *Ibid.*, p. 205.

33) *Ibid.*, p. 206.

34) *Ibid.*, p. 206.

る少額の連盟債を除いて26年1月まで外国政府・自治体向けのすべての借款がロンドン市場から閉ざされ、外国の企業による発行も少額におさえられた³⁵⁾(表VI参照)。

一方、自治領・植民地投資は統制されないまま行なわれていた。だが国際収支の方は、経常勘定の黒字巾が24年には1億ポンドの大台を割り、25年には4千6百万ポンド(13年の黒字幅は1億9千5百万ポンド)にも減少し、このままでは再建された金本位制そのものの維持が危ぶまれるほどの状態になった。そのために、ノーマンは自治領・植民地投資についても統制に乗り出さざるをえなくなった。

金本位復帰後間もない25年5月11日、ノーマンは大蔵省高官(Controllor of Finance, H. M. Treasury, 1922-7)のニィマイヤーへ手紙をおくり、帝国内投資に対する規制の必要性を説き、大蔵大臣が何んらかの行動をとることを要請している。

「私は、たとえ大蔵大臣がそれ(帝国内投資—引用者)を抑制することが出来なくとも、大臣は金本位制との関連で植民地公債法の現在の効果を認識すべきである。たとえば、オーストラリアはこの間ずっと、先月あるいはこの数カ月の間におそらく1千百万ポンドにのぼる額が(ニューヨークを通じて金で)決済されなければならなかったロンドンから過大に借入れを行ってきた。オーストラリアへのこれからの貸付とオーストラリアからの輸出手取金を合わせ、いろいろな点を考慮するとさらに大きな額がおそかれ早かれ決済されることになるだろう。こうした状況とオーストラリア債の発行がせまっているという情報をきいて、私は先週高等弁務官(High-Commissioner)に5百万ポンドのニュージーランド債の発行を禁止するように要請した。残念ながらニュージーランドは協議の末、私の要請を拒否した。その発行は7百万ポンドを下らないだろう。

このように植民地公債法の下で、ロンドンのオーストラリア、すなわち他の経済単位(another economic unit)に対する債務はすでにかかなりの額にのぼっているが、それがますます増えつづけている。そしてそれが現地の信用と通貨の拡張に必要とされ

35) *Ibid.*, p. 206.

ているのである。現在の状況ではそれらの地域に対する投資を抑制できなければ、外国貸付の場合と同様、それはわれわれの金準備に対する直接的脅威になる。

外の経済単位（植民地および外国）による過剰借り入れに対する正統的な防衛策は公定歩合を引き上げることである。現在、その引き上げの可能性は外国為替の全般的傾向よりもむしろ植民地公債法の効果によって高められている。³⁶⁾

このきわめて注目すべき手紙に対しニィマイヤーは、チャーチル蔵相にこの手紙を渡す際にコメントをつけている。その内容は以下の如くである。イギリスは過剰貸付を行ってきた。それ故当局は外国投資をこれまで規制してきた。しかしその経済的効果は同じであるにもかかわらず、感情的親近性や投資家と発行商会に魅力を与える植民地証券の受託者地位の故に植民地に対する投資を規制するのが困難であった。植民地外債の発行は低く押えられるべきである。しかし自治領債の場合には抑制するのが困難である。このようにコメントをしてニィマイヤーは、自治領投資について植民大臣に直接行動をとるように要請するべくチャーチルにアドバイスすることをためらった³⁷⁾。

ニィマイヤーのこのコメントは、帝国内投資の規制の必要を認めながらも、規制の方法についてはノーマンの要請に十分に答えるものではなかった。しかし事はそのままでは済まなかった。国際収支危機は前述のようであったし、ロンドン市場に対する圧迫はひきつづききびしかった。そこでニィマイヤーは、自治領のロンドンでの借り入れについて自治領総督へ送られるための電信草案をつくり、大蔵大臣に認可を求めるようになった。その内容は次の如くである。

「当局は、現在のあなたがたのロンドンに対する借り入れ要請をへらすためにあなたがたが何んらかの行動をとられることを歓迎します。当局はまた、発行される自治領債についての出来るだけ長い報告を受けとることが出来れば幸いです。これは、自治領債が他の重要な金融政策と調和を保つようにするためにどうしても必要なことなのです。」³⁸⁾

36) *Ibid.*, pp. 206-207. J. Atkin, *op. cit.*, p. 330 参照。

37) *Ibid.*, p. 207.

38) *Ibid.*, p. 207.

この草案は植民大臣、L. S. アメリーにも回覧されコメントが求められた。彼は自治領に対するあらゆる規制に猛反対し、閣議にもち出して決着をつけようとする挙に出た³⁹⁾。彼は自伝において自分の思想を簡明に次のように書いている。「イギリスの経済生活がコモンスウェルスとの自由な協力というより広い基礎の上に再建されることがなければ、この小さな島国は疲弊と不安定に陥入るであろう。このことは効果のある帝国内優先と植民地発展への大胆な支出を必要としている。自国の工業と農業の効果的保護策によって支えられた漸進的保守主義のみが帝国の拡張と機会についてのビジョンをもつことによってイギリス労働者階級の関心と創造力を得ることができるのである。」⁴⁰⁾

ここでは、これ以上アメリーの思想をくわしくみる余裕はないが、彼の思想は「粗雑であるが、ケインズ以前のケインズ主義者」⁴¹⁾と呼ばれうるものであった。

さて、大蔵省側は大臣間の接渉によって事態の解決をはかろうとし、ノーマンはチャーチル蔵相へ警告を発し、「(貸付余剰がきわめて少く一元文のまま)公定歩合の引き上げを避けるべきであるならば、現在の状態は……あなたの深刻な熟慮を必要としている」⁴²⁾と述べてチャーチルの決意を促がした。その結果、チャーチルはアメリーの説得に成功したようである。先の電信草案は、6月になってから自治領の総督にうたれ、自治領のロンドンでの借り入れは減少した。また当局は、イギリスの発行商会をつうじてのロンドンとニューヨークにおける共同発行を自治領にすすめた。例えば、7月にオーストラリアはロンドンで2千万ポンドを借り入れるかわりに、ロンドンで5百万ポンドを借り入れ、残りをニューヨークで起債した⁴³⁾。かくして投資規制は自治領にまで及ぶことに

39) *Ibid.*, pp. 207-208. H. Lambert (Senior Crown Agent for the Colonies) から Leith-Ross (Deputy Controller of Finance, H. M. Treasury) への通告。

40) L. S. Amery, *My Political Life*, vol. II, 1914-1929, 1953, pp. 503-504. アメリーが27年4月ボールドウィン首相へ送った手紙も参照せよ (*Ibid.*, pp. 487-488.)。また I. M. Drummond, *British Economic Policy and the Empire, 1919-1939*, 1972, pp. 40-42 も参照。

41) I. M. Drummond, *Imperial Economic Policy, 1917-1939*, 1974, p. 127.

42) D. E. Moggridge, *op. cit.*, p. 208.

43) *Ibid.*, p. 208. ニイマイヤーのチャーチル蔵相への報告。

表VI イギリス新規対外投資 (1923—1931年)

£,000

イギリス帝国 (A)										外 国 (B)										総計 (C)	ミッド ランド 銀行 推 計																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
政 府					自治体					会 社					※ ※																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
年	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額			発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数	発行 額	発行 件数

出所 D. E. Moggridge, *op. cit.*, p. 204. この表は J. アトキンが「エコノミスト」誌から作ったもので、モグリッジはアトキンの未
 公開博士論文から引用している。なお * 印の項は筆者が作成した。

1920年代におけるイギリス対外投資規制

(171) 45

なった⁴⁴⁾。

しかし、先ほどのアメリカ
 との交渉において交換条件が
 出されたようである。6月に
 1つの秘密委員会(海外貸付委
 員会—Overseas Loans Commi-

44) ノーマンは25年10月の B. フ
 ラット (Controller of Finance
 H. M. Treasury, 1919-22) あて
 の手紙の中で次のように言ってい
 る。「対外投資の禁制の本当の効
 果が、自治債の新規発行に対する
 趣くことの知らない欲求によって
 しいに明らかになってきた。金
 本位債の当初においては既に浮
 かべたにすぎなかったが、われわ
 れは自治債に対し借入れを少く
 するように、あるいは彼らの必要
 のある部分をニューヨークで賄う
 ように要請した。イギリス政府は
 ひじょうに好意的でわれわれの要
 請を受け入れてくれた。しかし自
 治債政府はそれ程好意的ではなか
 った。——彼らは植民省の支持を
 得ているのだ。——それで、われ
 われは漸次自治債投資にまで規制
 を広げていかねければならなかつ
 た。これは、あなたも考えるよう
 に異なるシチーの政策にとどま
 ることなく、突然高度な帝国政策
 の問題になったのだ。」(H. Clay,
op. cit., p. 220. 傍点引用者)
 しかし、後に見るように帝国内投
 資規制が実施されたのは、11月ま
 での4ヶ月にすぎなく、帝国内投
 資金の減少はわづかなのである。
 それでも24年にくらべて25年の帝
 国内政府・自治体向け投資は2千
 2百万ポンド減少している(表III
 VI参照)。

tee)が設置され、イギリスの海外貸付政策を検討することになった⁴⁵⁾。すでに6月18日の委員会で、イギリス帝国の発展とイギリスの輸出の維持に特別の考慮を払うことが確認され、またさまざまな方面から投資規制についての不満が述べられた。他方、市場では短資が過剰に蓄積されてきた。それは規制が長期投資に関するものであり、規制も長くは続けられないだろうとの予測によるものである。そのためにイングランド銀行の短期利子率に対する統制が損われ、ロンドンに外国から短資を集め、もって為替に影響を与えようとする政策に支障がもたらされた。イングランド銀行理事の中には、市場の状態が公定歩合の自然的上昇をもたらす状況になるまで投資規制を解くべきだと主張し、ノーマンに迫るものも出てきた⁴⁶⁾。

こうした状況の中で海外貸付委員会は10月に報告書を提出した。委員会が考えた対外投資規制取り扱いについての方法は二つであった。一つは、禁止を撤回するということであり、もう一つは、法律によって禁止を効果のあるものにするということであった。しかし委員会は後者を不適とした。その理由は、戦時ならともかく平和時に個人に負担をかけ大きな摩擦をもたらして規制を実施するのは困難だということであり、規制を撤回することがこれまでの伝統と金本位制の下においてとられる政策と合致するということである⁴⁷⁾。報告書は、そのような理由を述べた後さらに理由付と提言を五点にわたって展開する。

第一に、国際収支、国民貯蓄には海外貸付のための余剰がある。もし、過剰

45) D. E. Moggridge, *op. cit.*, p. 208., J. Atkin, *op. cit.*, p. 330. この委員会の存在は、Atkin と Moggridge によってはじめて明らかにされたものである。なお委員は次の如くである。M. Norman (Chairman, Governor, Bank of England), J. Bradbury (member, Committee of Currency and Foreign Exchange (カンリフ委員会), Committee on Currency and Bank of England Note Issues. (チェンバレンニブラッドバリー委員会), Committee of Finance and Industry. (マクミラン委員会), O. Niemeyer (Controller of Finance, H. M. Treasury), M. Lambert (Senior Crown Agent for the Colonies, Acting Under Secretary for the Colonies), S. J. Chapman (Permanent Secretary, Board of Trade), J. C. Stamp (Chairman, London, Midland and Scottish Railway). 以上のように大半のメンバーは金融関係者か植民地関係者であった。

46) *Ibid.*, p. 209.

47) *Ibid.*, pp. 209-210

貸付がおこったら金本位制の平常の機能はドラスティックであるかもしれないが、早急な是正をもたらすであろう。第二、過剰貸付によってどんな不便なことがおこっても、それを通常の状態に復帰するために支払わなければならない価格の一部分として耐えられなければならない。第三、貸付の手取金をイギリス国内で使用されるべきだとする規定をもち込むことは、徹底的な投資規制よりも行政的に困難である。第四、1900年の植民地公債法の下で自治領・植民地証券は、受託者証券としての地位が与えられ、イギリス政府の公債よりもわずかに劣る条件でロンドンで発行されるが、この植民地公債法によって与えられている優遇は維持されるべきである。しかし、拡張されるべきではない。第五、委員会は、ロンドンとニューヨークとの共同で証券を発行することを認可する。もしニューヨークでの借り入れ条件が良好になり、ニューヨークで発行する方がロンドンで発行するよりも安価になっても、植民地と自治領はロンドンとの関係を完全に絶つよりも共同発行を利用した方が好ましいであろう⁴⁸⁾。

10月に以上のような海外貸付委員会の報告書が出され、11月3日に対外投資規制は解かれた⁴⁹⁾。チャーチル蔵相は、この日、戦債を償還していない国と不履行に陥入っている国を除いて、「旧来の完全な自由」が市場によみがえるであろう、と宣告した。しかし同時に次のように但し書きを述べていたことに注目すべきである。「私は市場の能力ばかりでなく、ひとりよがりの借り入れ者のわが国に対する地位についても考慮を払うシティの慎重さを信じている。また私は、市場の自由を損うことなく出来るだけわが国の産業に発注が向うような貸付に特恵が与えられるように望む」と述べているのである⁵⁰⁾。この但し

48) *Ibid.*, p. 210. 注45でこの委員会のメンバーをみたが、この報告書は明らかにシティを代表する見解と自治領・植民地関係者の見解の混合物である。第一・第二の議論は前者の主張であり、とくに第二の点については、チェンバレン委員会において、ノーマンやイングランド銀行理事たちが主張したものである。一方、第四・第五の議論は後者の主張であった。両者の主張は20年代において「原理的」に異なったものになってきているにもかかわらず、ここでは妥協がはかられているのである。

49) 大蔵省は、夏にはたとえ規制における差別がロンドン市場の名声を損うにしても、1926年に入っても外国投資については全面的に禁止し、帝国投資についても規制をつづけることを考えていた (*Ibid.*, p. 208)。

書きは、イングランド銀行によるコンサルティングにおいてこれがそれ以後の期間における一般的指針になることを公表するものでもあった。

しかし、モグリッジは単なるコンサルティング以上の規制があったことをみつけている。それは、ケインズの文書から彼のものとわかる無署名で発表された文章に示されている内容である。そこでケインズは次のように述べている。「われわれが『ネイション』誌で、現在の状態では外国政府債はもうこれ以上発行しない方がいいと強力に主張した見解は、たしかにシティーにおいて受け入れられてきた。間もなく国連の下で発行されるブルガリア公債はその例外となるであろうが、他の借入れ出願はきっぱりと拒否されるであろう。かくして実際は明瞭な強制力をもってするよりも同意によって旧来の半ば公的な規制がこの間復活してきているのである。」⁵¹⁾

このケインズの文章から、われわれは海外貸付委員会の報告書以降、投資規制の実態が25年6月以前の状態に戻ったこと、委員会報告はあらゆる規制を解除するふうを装っているが、それは実質上帝国内投資規制を解除することにすぎなかったことがわかるのである。また、25年11月3日の先に述べたチャーチルの宣告における但し書き的発言の線が強く活きていることが実証されたのである。26年以降28年中ごろまでの対外投資規制はそうしたものであった。

こうした対外投資規制は、前述したロンドンとニューヨークの間の利子率格差によって補強されていたばかりか、さらに2%の印紙税 (Stamp Duty) によっても補強されていた。外国政府がロンドンで外債を発行する際、持参人債券 (bearer bonds) という形式で発行するのが最も多いが、これに2%の印紙税がかけられるのである⁵²⁾。こうして二重・三重に外国の政府・企業がロンドンで発行するのに困難な条件がつくられていった。逆にこのことは、帝国内投資を増大させることに影響を与えたのである。

50) *Ibid.*, pp. 210-122.

51) *Ibid.*, p. 211. また *The Nation and Aethaeum*, November 13, 1926 p. 205 も参照せよ。

52) *Ibid.*, p. 211.

以上、この項では金本位復帰の準備とその維持のためにとられた対外投資規制をみてきた。ここでの最大重要事は、自治領・植民地（とくに前者）に対しても強力な対外投資規制を行うか否かという問題であった。この問題の意義については次のまとめにおいて述べることにして、最後にごく簡単に規制の効果をみておこう。

これまでみてきた規制は、主要ではあるが数本の投資経路をカバーしたにすぎない。ロンドンにおける新規海外発行のみが規制されたのであって、投資家は外国市場で外国証券を購入できたのである。また、イングランド銀行のコンサルティションは保険会社や信託会社にまで広げられることはなかった⁵³⁾。あるブローカーは、印紙税を避けることもあって24年から27年の間にニューヨークで購入した証券は7百万ポンドにのぼり、多くの場合ニューヨーク市場においてはヨーロッパ向けの売り出し分として一部分が割り当てられていたと報告している⁵⁴⁾。同様な例として、25年のオーストラリア債のようにニューヨークとの共同債の場合でも、ニューヨークで発行された部分がただちにロンドンへ向い、買い戻されたという例もある⁵⁵⁾。その他、多数の規制からみれる対外投資の経路があった。

規制の効果は、政策手段の不備もあり、抜け道もあって対外投資のすべてを統制しようとする点からすれば完璧なものではなかった⁵⁶⁾。また、規制の実態は帝国内投資を規制することが弱かったから、対外投資量をそれ程減少させるものではなかったし、必ずしも国際収支に同等な改善をもたらすことも出来なかった。しかし、21年とか24年から26年初めにかけての重要な時期には強力な規制が行なわれ、海外貸付を減少させたから、それは為替相場あるいは公的・外国為替準備に対する短期的圧迫を軽減させることには成功したと言えよ

53) *Ibid.*, pp. 213-214.

54) *Ibid.*, p. 212.

55) *Ibid.*, p. 214.

56) ノーマンは後のマクミラン委員会の席上、大蔵大臣の支持を背景に彼が行なった対外投資に対する非公式の禁制の効果について疑問を述べている (H. Clay, *op. cit.*, p. 145.)。

う⁵⁷⁾。それに規制がなければ20年代のイギリス対外投資の量はもっと増えていたであろう。しかし、より以上に重要なことは、投資規制が投資地域を限定する上で重要な役割を果たしたということである。

IV ま と め

1914年から24年までの対外投資規制は、第一次大戦の戦費調達とそれによってもたらされた公債残高の借り換えによって規定された。巨額の公債残高は、アメリカに対する戦債と相いまってイギリスの世界金融上に占める地位の弱体化をもたらすものであったが、公債管理政策はロンドン市場における借入れをめぐって外国政府・企業との競争を回避するために対外投資規制を必要たらしめた。しかし、このことはヨーロッパをはじめ世界の各地域におけるこれまでのイギリスの権益の保持が困難となり、その隙間をぬってアメリカが進出してくることを許す結果となった。その典型が1924年以降のドイツであった。小論はこの側面からイギリスの地位の低下をみてきたのであった⁵⁸⁾。

他方、第二項、第三項においてみてきたように、20年代の対外投資規制は主に外国投資に対するものであり、イギリス対外投資の中で占める外国投資の比率は急速に低下した。これは、イギリスがしだいにイギリス帝国諸地域へ閉じこめられ、あるいは閉じこもらざるをえなかったことの結果であった。しかし、20年代における対外投資規制は、イギリスの対外投資先を帝国内に集中する上で重要な役割を果たした。そしてこの帝国内投資の故に、投資規制は投資量の制限において「効果」が少なくなったのである。外国投資を規制しその余力でもって帝国投資を増大させたからである。

57) D. E. Moggridge, *op. cit.*, p. 215 参照。

58) 第一次大戦期の財政収支の不均衡と国際収支の不均衡との相互関係を公債問題を媒介にして取り扱ったものとして次のものがある。鶴田廣己、財政・通貨危機と公債政策、「経済論叢」第115巻第4・5号、昭和50年4・5月、特別預金制度と財政・通貨危機、同116巻5・6号、昭和50年11・12月。小論においては財政収支の不均衡が、海外投資余剰の減少をもたらすという視点から財政問題とイギリスの世界支配との関連をみたのであった。ドイツへのアメリカの進出については前掲拙稿参照。

帝国投資については規制の適用はゆるやかであったし、植民地公債法によってさまざまな優遇がとられた。しかし、大蔵省・イングランド銀行は、帝国の開発を積極的に考慮して帝国投資に優遇を与えたのではなかった。彼らにとっては公債をうまく処理することと、金本位制を維持することが最重要課題であり、自治領・植民地関係者との間で投資上の優遇をはじめ、移民のための援助等の問題でしばしば対立したのである⁵⁹⁾。金融当局者は、国際収支危機の進行に直面して、25年に金本位制を守るために帝国投資についても規制に乗り出さざるをえなくなった。この段階で、イギリスと帝国との関係を緊密にし、貿易を拡大するはずのものであった金本位制が帝国内諸地域の開発にとってむしろ障害になるものであることが、したがって再建金本位制の歴史的限界性の一端がはっきりしたのである。しかし、その限界性は帝国投資が規制からはずされることによって一時的に糊塗された。だがこのことは20年代後半にいわゆる「短期借・長期貸」の状況をもたらし、再建金本位制の命脈を早く絶つ契機にしかならなかった。そういう意味で、金本位復帰後間もなく設置された「海外貸付委員会」は、妥協がはかられたとはいえ、事実上金本位制の維持が帝国開発かという二者選択をせまられていたのである⁶⁰⁾。そして、その選択をせまる物質的基盤がすでに形成されていたのである。

59) I. M. Drummond, *Imperial Economic Policy, 1917-1939*, p. 174, and pp. 127-132 参照。

60) これまでイギリス金本位復帰については、為替の安定か物価の安定かという問題が多く取り扱われてきた。この問題についても次のような指摘がなされていたことに注目しよう。「物価安定か、為替の安定化という選択はケインズによって物価の安定が選択された。これはある意味では敗北主義者の選択であった。何故ならば、それは目的の半分を放棄したからである。金本位制を維持し金の価値を安定させる政策は、(目的の一引用者)全体を達成しようとしたのである。金の価値の安定にはいくつかの国際経済的基準がいつも念頭におかれていたのである。主要貿易国においては全般的価格水準がその基準となりうるものである。」(W. A. Brown, Jr., *England and the New Gold Standard, 1919-1926*, 1926, p. 260) この指摘は逆にある意味ではンティ어의見解に通じるものであるが、ケインズのこの段階での「管理通貨制」の提起が受け入れられなかった基盤を語るものであり、イギリスの世界経済上の地位からもたらされる利益を重視しない提起は政策として実現されないことを示すものであった。25年の海外貸付委員会での対立は、ともかくもイギリスの世界経済上の地位を考慮した上での対立であり、したがって妥協もはかられたのである。なおケインズの「限界性」についてふれたものに私見と若干異なるが次のものがある。山本栄治、1925年イギリス金本位復帰論争の一考察—E. キャナンとJ. M. ケイン—

植民大臣, L. S. アメリーを「粗雑であるが, ケインズ以前のケインズ主義者」と呼ばしめるような第一次大戦前と異なる自治領・植民地開発のビジョンが打ち立てられ, その実践の端初がきられていたことがそれである⁶¹⁾。われわれはここに帝国開発と矛盾しない, 否, 積極的に帝国開発を行なえる帝国をも含んだ「管理通貨制度」創出への模索がはじめられる基礎過程の現存をすでに見い出しえるのである。

こうした基礎過程が20年代において具体的にどのように進行していったか, またそれが大恐慌以降の世界経済におけるブロック化の中でどのように展開していったか, それとの関連で30年代のイギリスの「管理通貨制度」がどのように形成されていったかについて, 私はこれからの論稿でみていかなければならない。

(1976年6月24日 脱稿)

〳ズー「経済学雑誌」第73巻第1号, 昭和50年7月。とくに101ページをみよ。

61) I. M. Drummond, *Imperial Economic Policy, 1917-1939*, chap. III. および *British Economic Policy and the Empire, 1919-1939*, Chap. II 参照。